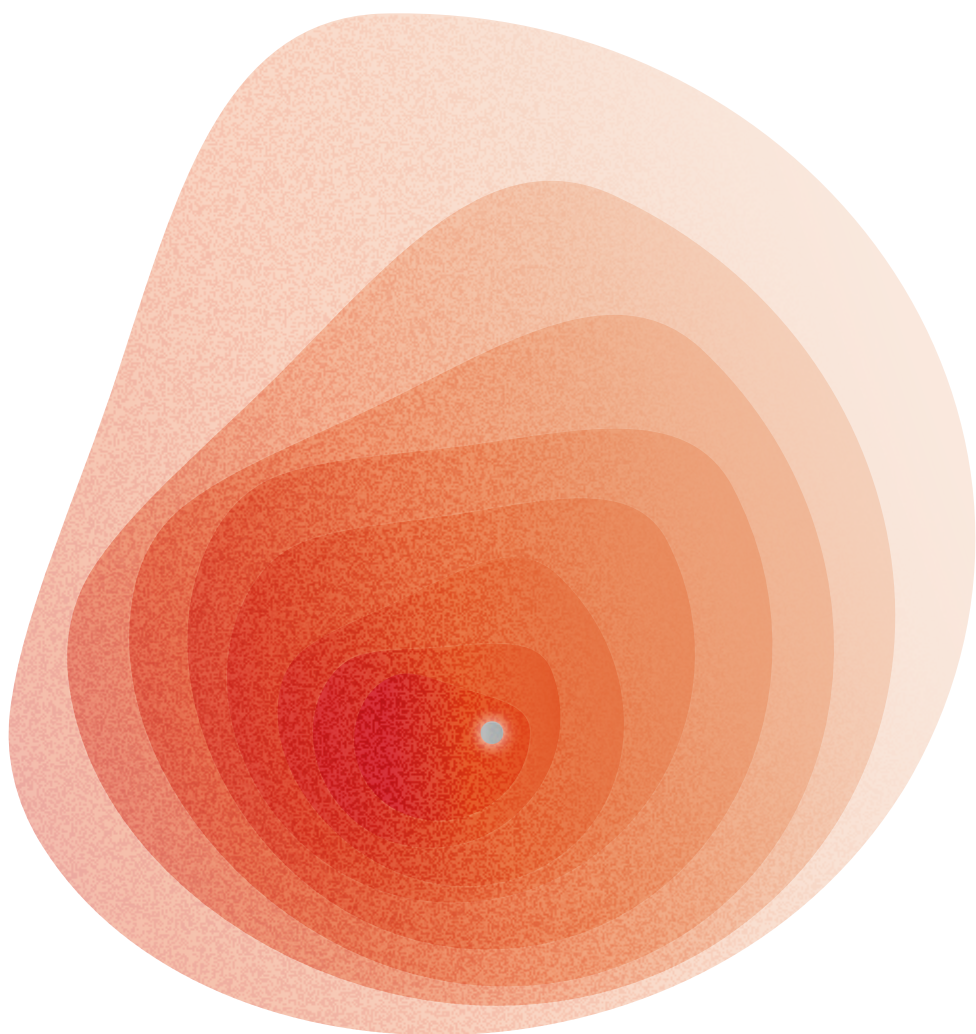


統合報告で実現する企業価値の創造

日本における統合報告の現状



Integrated Reporting
for
Corporate Value
Creation

2024

当冊子の発行にあたって

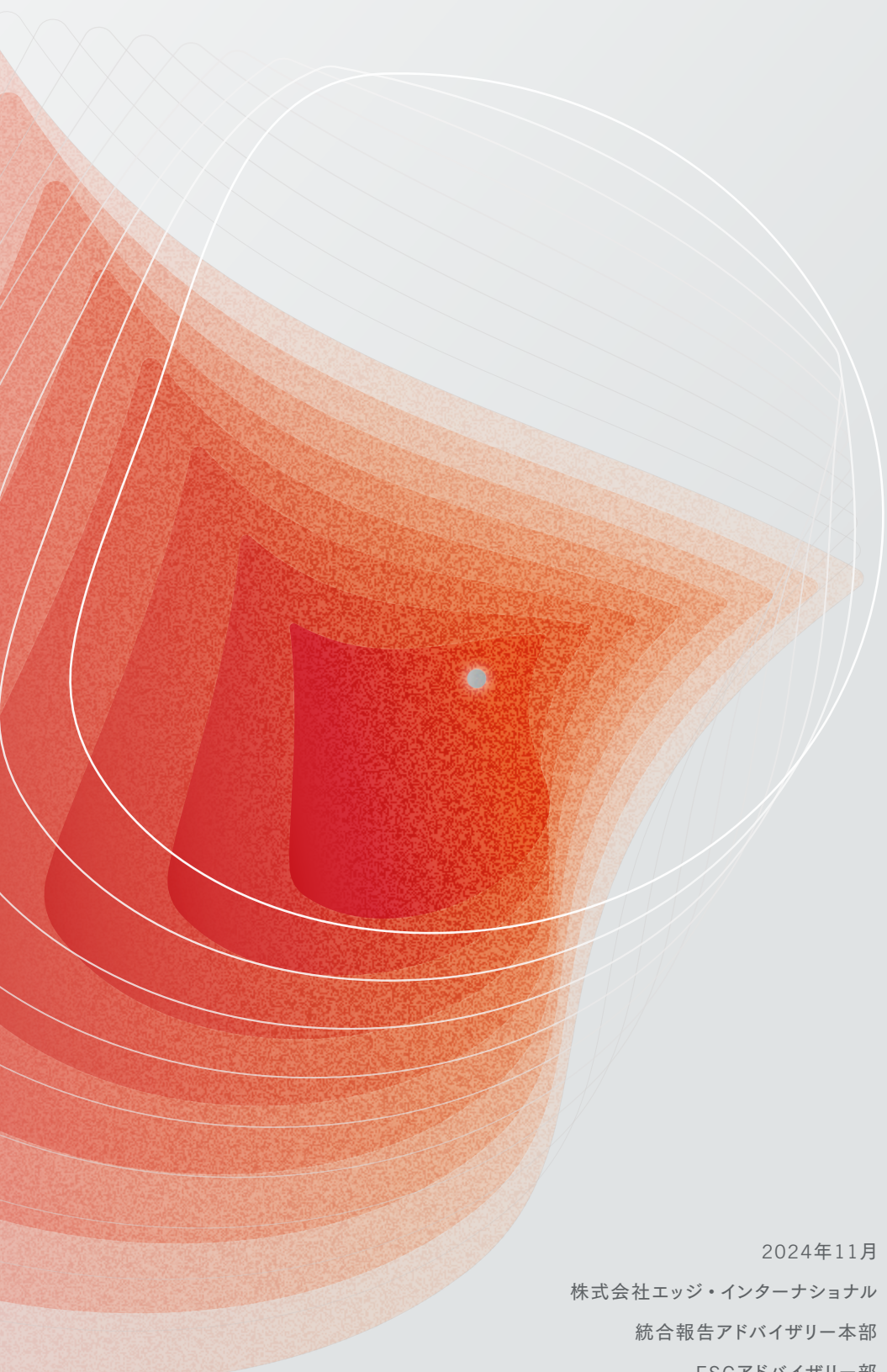
2024年3月に日経平均株価が初の4万円台を突破しました。その後も上下動があるものの、概ね3万円台後半で推移しています。10年前の2014年と比較すると、2倍を大きく上回る水準であり、資本市場に関わる業務に携わってきた身としては隔世の感すらあります。

株価の形成には様々な要素が関連するため、決してひとつの要因に絞ることはできません。ただし、2014年に国内で日本版スチュワードシップ・コードが策定され、その翌年にコーポレートガバナンス・コードが策定されるなど、コーポレートガバナンス改革の流れが一気に加速したことが、株価の上昇を後押ししたことは間違いないでしょう。企業と投資家が対話を行うための土台となる情報開示の充実が進み、当社のメインサービスである統合報告書の発行企業数もこの10年で約8倍となり、1,100社を超えました。

「見えざる資産」をいかに表現するのか。まだまだ道半ばではありますが、ESGを中心とした非財務情報開示の拡充を軸に、各企業が積み重ねてきたひとつひとつの努力が実を結び、「見えざる資産」が株価に反映されるようになったということができるのではないのでしょうか。

特別対談では、前年に引き続き著名な有識者から貴重なご意見をいただきました。この10年で企業の情報開示や投資家との対話がどのように変わってきたのか。また、大きくステージが変わった今、次に何を目指していくべきなのか。示唆に富んだお話を伺うことができ、大変有用な内容となっています。

また、この1年間におけるESGを含めた情報開示のトレンドや投資家の注目点などについて、要点を押さえてシンプルにご紹介しています。統合報告書のさらなる進化や投資家とのエンゲージメントの充実、そして、企業価値の向上にお役立ていただければ幸いです。ぜひご一読ください。



2024年11月

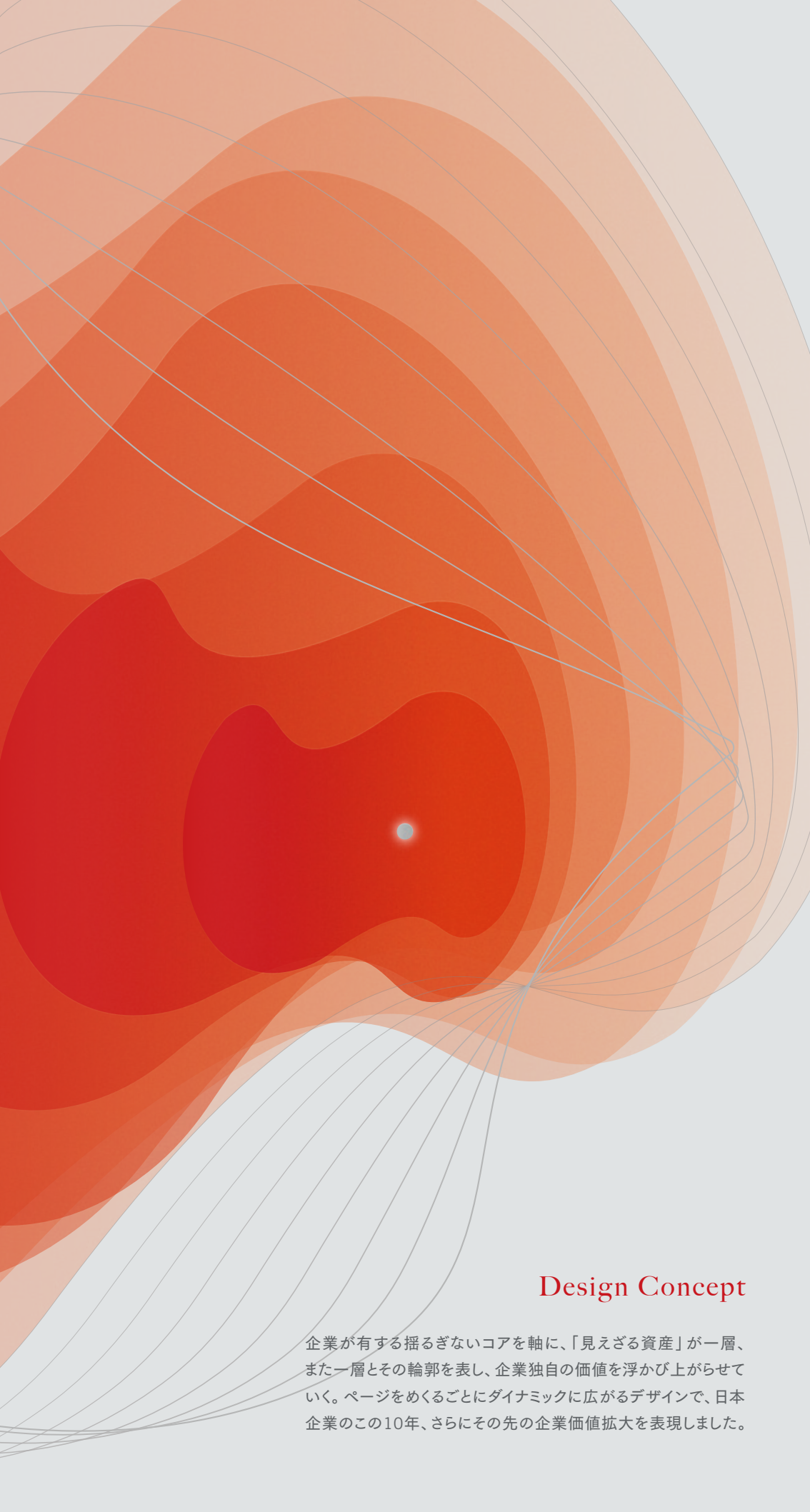
株式会社エッジ・インターナショナル

統合報告アドバイザー本部

ESGアドバイザー部

Contents

- 1 統合報告をめぐる動向
- 2 ESG投資の動向
- 3 ESG投資と情報開示
- 4 開示基準の動向
- 5 マテリアリティの定義
- 6 欧州と米国の動向
- 7 日本の情報開示規制
- 8 日本のコーポレートガバナンス改革と統合報告書
- 9 GPIFのスチュワードシップ活動
- 10 企業価値の捉え方
- 11 企業価値向上に向けたESGとインパクト
- 12 2024年のトピック
- 13 特別対談
コーポレートガバナンス改革の10年を振り返る
企業と投資家との対話はどのように変化したのか、
そして、どのように進化していくべきなのか
- 21 日本の2024年統合報告書のトレンド
- 22 データ分析からみる日本の統合報告書



Design Concept

企業が有する揺るぎないコアを軸に、「見えざる資産」が一層、また一層とその輪郭を表し、企業独自の価値を浮かび上がらせていく。ページをめくるごとにダイナミックに広がるデザインで、日本企業のこの10年、さらにその先の企業価値拡大を表現しました。

統合報告をめぐる動向

統合報告の誕生と普及

統合報告のコンセプトの始まりは、2004年にさかのぼる。企業活動が地球や社会のサステナビリティに与える影響増大に対する問題意識から、英国でA4S(Accounting for Sustainability)が発足し、会計情報とサステナビリティ情報を結び付けるConnected Reportingという考え方を示した。その後、2008年の金融危機を契機として、資本市場の行き過ぎた短期志向の是正が世界中で課題となった。英国ではA4SとGRI(Global Reporting Initiative)が共同事務局となってIIRC(現在はIFRS財団に統合)を立ち上げ、「統合報告: Integrated Reporting」を提唱した。IIRCは「統合思考」を重視し、「国際統合報告フレームワーク」を策定。企業の「情報開示」を変えることで経営変革を起こし、金融市場に対して長期志向を促そうとした。現在、統合報告は英国や南アフリカにおいて義務化されているほか、欧州やアジアの証券取引所でも採用が推奨されており、世界75カ国以上で活用されている。今後、「統合報告」はIFRS財団の中で財務とサステナビリティのつながりを示す際の基礎的な考え方として引き継がれていくことが予想される。

日本においてはIIRCの活動が活発になり、経済同友会などの経営トップが集まる会合でも話題になった2012年頃から、統合報告に挑戦する企業が増え始めた。2014年から始まったコーポレートガバナンス改革も普及を後押しし、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が統合報告書の活用を開始した2016年を境に、さらに急速に普及した。義務化はされていないものの奨励されている環境にあり、企業と投資家の重要な対話ツールに位置付けられている。

統合報告にまつわる歴史

- 2004 ● 英国 A4S設立
- 2007 ● A4S Connected Reporting フレームワーク公表
- 2010 ● IIRC設立
南アフリカ 上場企業に統合報告を義務化
- 2013 ● 英国 上場企業にStrategic Reportを義務化
IIRC 国際統合報告フレームワーク公表
- 2014 ● 金融庁 日本版スチュワードシップ・コード導入
- 2015 ● 東京証券取引所 コーポレートガバナンス・コード適用
- 2016 ● GPIF 統合報告書の活用を開始
- 2017 ● 経済産業省 価値協創ガイダンス公表
- 2021 ● IIRC 国際統合報告フレームワーク改訂
IIRCとSASBが統合し、VRF発足
- 2022 ● IFRS財団がVRFを統合
- 2023 ● ISSB 統合報告の概念に基づいたIFRS S1号およびS2号を公表
- 2024 ● IFRS財団 統合報告への移行ガイドを更新

出典：当社作成

統合報告

持続可能な価値創造ストーリーを語る企業報告。財務情報、戦略、ビジネスモデル、ESG情報などを包括的、かつ簡潔に伝えるもので、開示プロセスが経営改革を起こすきっかけとなることが期待されている。

IIRC

International Integrated Reporting Council:国際統合報告評議会は2010年設立。企業、投資家、市場関係者、政策当局などが幅広く参加し、2013年に「統合報告フレームワーク」を発表した。その後、統合報告の普及や様々な基準設定機関とのアラインメントを推進。2021年1月にフレームワークを改訂。現在はSASBと統合し、VRF(Value Reporting Foundation):価値報告財団となった後、IFRS財団に統合された。リソースも引き継がれ、フレームワークの利用は奨励されている。

ESG投資の動向

ESG投資の拡大

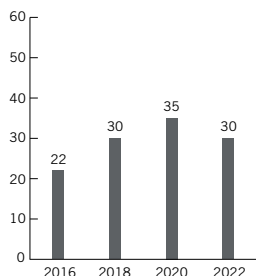
2006年、国連はPRIというイニシアチブを立ち上げた。これは、ユニバーサル・オーナーシップという考え方のもと、アセットオーナーが中心となり、投資決定プロセスにESG(環境・社会・ガバナンス)評価を組み込み、長期的視点に立った投資行動を求めることを宣言・署名させるものである。国連は、金融の力で企業をよりサステナブルな方向へと変革させ、持続可能な地球環境と社会の実現を目指している。2015年に世界最大の年金基金である日本のGPIFがPRIに署名したことで、日本の資金の流れもESGを軸に急速に変わってきた。近年は債券や不動産、インフラ投資など、株式以外の資産にもESG投資は広がっている。地域別にみると欧米が中心だったが、直近では中国やブラジル等の新興国でのPRI署名も急増している。日本でも2024年新たに公的年金基金7機関のPRI署名があり、さらなる広がりをみせている。ESG投資拡大に伴い、グリーンウォッシュ等の見せかけのESG投資が問題視され、規制の厳格化も進んでいる。

反ESG、ESGバックラッシュ

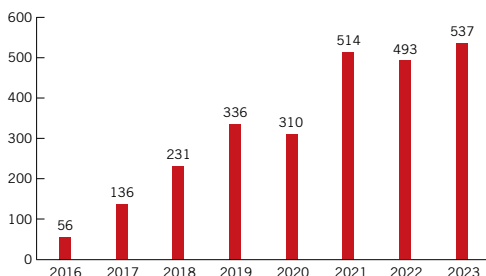
2021年頃から米国では反ESG運動がみられるようになり、大統領選挙のある2024年はさらに激化し、米系運用機関を中心に大きな影響を受けている。米国においてESGは政治的要素が強く、政権によって大きく方針が転換される。特に反ESGは気候変動やDE&I(ダイバーシティ・エクイティ&インクルージョン)にフォーカスがあり、共和党議員が主導しているといわれる。また、ESGに先進的に取り組んできた欧州でも環境政策に反発する「グリーンラッシュ(ESGバックラッシュ)」が確認されている。これらは一律的なダウントレンドではなく、分断や過度に厳しい規制に対する揺り戻しと推察される。

サステナブル投資残高の推移

世界
(兆米ドル)



日本
(兆円)



出典：GSIA、JSIF

PRI

Principles for Responsible Investment：責任投資原則は、2006年に国連で提唱されたイニシアチブ。世界の金融機関にESG要因を考慮した投資判断を求めるもので、主要なアセットオーナー、アセットマネジャー等が署名している。署名機関は世界で5,358機関、うち日本は141機関。(2024年10月現在)

サステナブル投資

地球と社会のサステナビリティに配慮した投資全般を指す。サステナブル投資の手法は主に5つに分類されている。主要な手法であるESGインテグレーションは、リスク調整後のリターンの向上を目指し、投資の分析・意思決定プロセスでESG要因を継続的に考慮することを指し、主に長期投資で企業を包括的に評価する際に用いられる。

ESG投資と情報開示

スチュワードシップ責任と情報開示の関係

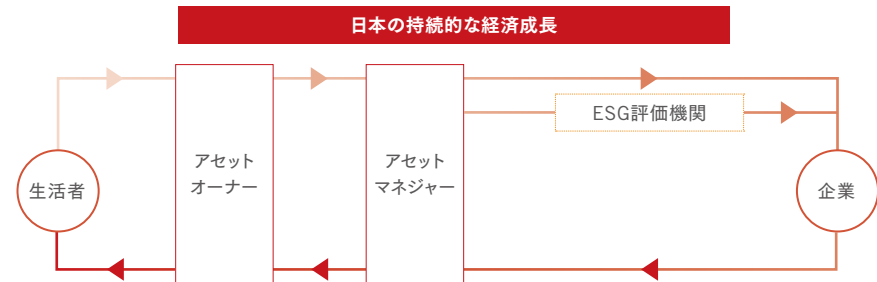
投資家の間では、投資先企業の持続的な成長を支えるには、投資家による適切なスチュワードシップ活動が不可欠であるとの一般認識がある。スチュワードシップ責任はICGNがグローバルな定義を定めており、中長期視点で企業価値向上をサポートし、その結果としてリターン拡大を目指すものである。日本版スチュワードシップ・コードでも同様の定義を定めている。これを果たすためには投資先企業の状況をモニタリングする必要があり、情報開示、とりわけ中長期という時間軸で考えると、ESG情報の重要性は一層増している。

投資家と評価機関によるESGリサーチ

機関投資家によるESGリサーチには主に、自社アナリストによるESG分析と、ESG評価機関によるレーティングやレポート利用の2種類がある。投資家はそれぞれ独自のメソドロジーを持っており、より株価リターンに有意なESGファクターの研究も行っている。

ESG評価機関はグローバル・イシューに基づいた独自の評価基準で企業の開示情報を評価し、投資家からのニーズに応えるべく、レーティングやレポートの提供を行っている。近年はニュースフローを含むオンライン情報をリアルタイムに評価するTruvalue Labs等のAIを活用する機関にも注目が集まっている。またファンドにもESG評価が付与されるなど、存在感が増している。ESG評価の問題として、評価手法が透明性に欠けていることや企業評価のバラつき、業種や地域のカバー範囲の偏り、評価とコンサルティング業務の利益相反等が指摘されている。IOSCO（証券監督者国際機構）は2021年11月にESG評価・データ提供機関、それに関係する投資家・企業への期待を提言した。金融庁が2022年12月に「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」を公表し、欧州でも2024年2月にESG格付け業者の規制案が合意に達するなど、規制当局による監視も強化されている。

インベストメントチェーン改革とESG投資



出典：当社作成

ICGN
International Corporate Governance Networkはグローバルの機関投資家を中心に1995年に設立。効率的な市場と持続的な経済の促進に向け、実効的なコーポレートガバナンスの構築と投資家のスチュワードシップの醸成を目的としている。

ESG評価機関
ESG評価機関は企業の開示情報（一部機関はアンケート回答を活用）をベースに評価を行う。機関投資家の多くはESGデータの客観性の担保や調査コスト削減のため、ESG評価機関のデータを利用する。GPIFが採用するESG指数も、著名なESG評価機関であるMSCI、FTSE Russell、Trucost、RepRisk等のリサーチを利用している。このほか、SustainalyticsやS&Pグローバル（旧Robeco SAM）、ISS-ESG（旧Oekom）、REFINITIV（旧ASSET4）も日本企業を多くカバーしている。

開示基準の動向

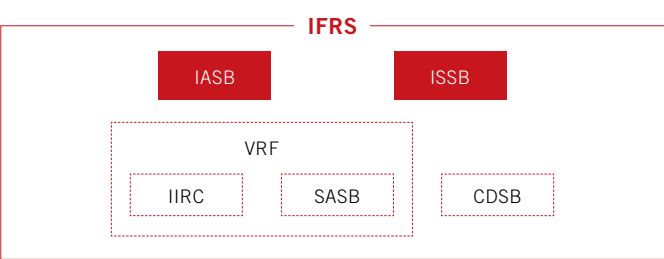
開示基準の動向

開示基準は財務報告とサステナビリティ報告それぞれの分野にある。従来サステナビリティ報告は大部分が任意開示であったため、様々なコンセプトに基づく基準が数多く存在する。サステナビリティ報告基準の主流は2000年に初版が発行されたGRIスタンダードだったが、GRIは対象がマルチステークホルダーであり、投資家には必ずしも有用ではない。そこで投資家向けサステナビリティ報告基準を策定すべく、SASBが2011年に誕生し、業種別サステナビリティ開示基準を公表した。気候分野ではCDSBも開示フレームワークを提供し、CDPは気候変動、水、森林といった自然資本について企業に公開アンケートを実施している。また金融市場の要請を受け、TCFDが2017年に気候関連財務情報開示フレームワークを公表した。自然関連財務情報開示を求めるTNFDも2021年の発足後、4回のベータ版を経て最終提言を公表した。サステナビリティ情報ニーズが高まるにつれて開示基準は林立し、投資家や企業に混乱や負担をもたらしている。

市場からの開示基準の収斂(コンバージェンス)の要求を受け、IFRS財団は2021年11月にISSBを設立し、グローバルベースラインとなるサステナビリティ報告基準の策定を進めている。2023年6月に一般的要求事項であるIFRS S1号と、気候関連開示であるIFRS S2号を公表した。また2024年からの2年間のアジェンダでは、S1号とS2号の普及を最優先として、SASB基準の強化や、「生物多様性・生態系・生態系サービス(BEES)」「人的資本」に関するリサーチと基準設定プロジェクトが挙げられている。

現在、欧米を中心に各国でサステナビリティ情報開示規制強化の動きがあるが、これらとISSB基準との互換性について、企業や投資家、会計士から懸念する声も高まっており、ISSBは欧州委員会等と開示基準の整合性や相互運用可能性(インターオペラビリティ)についての議論も並行して進めている。

開示基準策定組織の俯瞰図



出典：当社作成(点線は合併等による旧組織)

SASB
Sustainability Accounting Standards Board：サステナビリティ会計基準審議会は、2011年設立。投資家向けの情報開示基準として、業種別のサステナビリティ開示基準を2018年に公表。IIRCと統合してVRFとなった後、IFRS財団に統合された。SASB基準は現在も活用され、ISSB基準も考慮を求めている。

TCFD
Task Force on Climate-related Financial Disclosures：気候関連財務情報開示タスクフォースは、2015年12月にFSB(金融安定理事会)によって設立。金融の安定性という文脈から気候変動にアプローチした。2017年6月に最終提言を公表。経済産業省がTCFDガイダンスを公表している。2023年10月にその役割を終えて解散し、進捗のモニタリングはIFRS財団に引き継がれた。

ISSB
International Sustainability Standards Board：国際サステナビリティ基準審議会は、IFRS財団がIASB(国際会計基準審議会)と対になる組織として2021年11月に設立し、サステナビリティ開示基準を策定。グローバルな首尾一貫性と比較可能性を実現するため、ベースとなる報告基準の設定を目指している。

TNFD
Taskforce on Nature-related Financial Disclosures：自然関連財務情報開示タスクフォースは2021年6月発足。TCFDの自然版といわれ、2023年9月に最終提言を公表。「自然」は大気、海、淡水、陸の4つの領域から構成されると定義し、企業と自然との関係を分析するLEAPアプローチを示した。適用を目指すTNFDアダプターは世界で502組織、日本は世界最多の133組織。(2024年10月25日現在)

マテリアリティの定義

マテリアリティの定義

「マテリアリティ(重要性)」は、あらゆる企業報告における基本的な概念で、企業に対する投資家をはじめとした情報利用者からの評価や意思決定に影響を及ぼす情報やその判断基準を指す。情報利用者は、投資家と、投資家を含むマルチステークホルダーの2つに大きく分けられる。投資家の投資哲学や手法は多様であるが、メインストリームの長期機関投資家を想定した場合、それぞれフォーカスする観点は、投資家は「企業価値(下図の赤・朱色領域)」、マルチステークホルダーは「環境・社会(下図の灰色領域)」であるといえる。日本企業の開示において「マテリアリティ」は、「重要課題」という意味で使われることも多い。

マテリアリティの定義は、開示基準によって異なる。その差異や複雑性が企業や情報利用者に混乱をもたらしてきたが、近年、サステナビリティ情報開示基準や規制導入とともに、マテリアリティの定義についても再整理が進んでいる。ISSBは、2023年6月に公開したIFRS S1号の中で、「企業は、企業の見通しに影響を及ぼすと合理的に予想される、サステナビリティに関連するリスクと機会に関する重要な情報を開示しなければならない」、また、「サステナビリティに関連する財務情報の開示において、その情報を省略したり誤表示したり覆い隠したりしたときに、投資家の意思決定に影響を与えると合理的に予想し得る場合には、重要性がある」とし、シングル・マテリアリティ・アプローチを採用している。一方、マルチステークホルダーを対象とした場合は、企業活動が社会・環境に与えるインパクトによってマテリアリティは判断される。GRIスタンダードでは、「組織が経済、環境、ならびに人権を含む人々に与える最も著しいインパクトを表す項目」と定義している。この二方向の整理はEUが提示したもので、両者を考慮した場合は、ダブル・マテリアリティ・アプローチと呼ばれる。これらは二項対立のようにみられることもあるが、実際のサステナビリティ課題は急速に位置付けが変化することも多く、二項の区別に過度にとらわれないよう留意すべきである。

シングル・マテリアリティ

サステナビリティ課題が企業の財務パフォーマンスに対して影響を及ぼす事象を財務マテリアリティと呼ぶ。この一方向の影響のみを考慮したマテリアリティの考え方。ISSB基準や米国の気候関連開示規則、日本のサステナビリティ開示規制においてはこの考え方が原則採用されている。

ダブル・マテリアリティ

企業活動が地球のサステナビリティ課題に対して影響を及ぼす事象をインパクト(環境・社会)マテリアリティと呼ぶ。財務とインパクトマテリアリティの二方向の影響を考慮したマテリアリティの考え方。EUのサステナビリティ開示規制はこの考え方を採用している。

ダイナミック・マテリアリティ

財務マテリアリティとインパクトマテリアリティは、定義上は区分されるが、近年のサステナビリティ課題の深刻化に伴い、時間の経過とともに動的な位置付けとなることを示した考え方。

各マテリアリティ領域における開示基準と情報利用者



出典：ISSB資料を参考に当社作成

欧州と米国の動向

欧州の動向

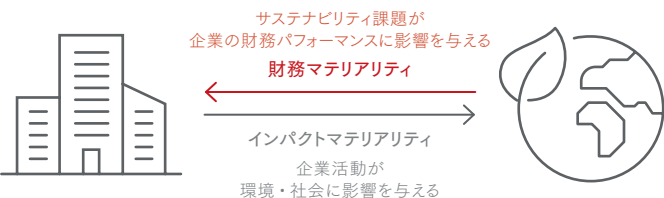
欧州は2018年にサステナブル・ファイナンス政策を打ち出し、規制を強化している。EUタクソノミーの法制化や、2014年に非財務情報開示を義務化したNFRD（非財務情報開示指令）の改正であるCSRDが2023年1月に、CSDDD（コーポレート・サステナビリティ・デューディリジェンス指令）も2024年7月に発効した。また金融機関向けの規制としてはSFDRが段階的に適用されている。EUではサステナビリティについて、「企業への財務影響」と「環境・社会への影響」の両面からの開示を求める「ダブル・マテリアリティ」の考え方を採用している。CSRDやCSDDDはEU域外適用が予定されているため、日本企業への影響も大きい。

英国では会社法において統合報告であるStrategic Reportの開示を2013年から義務付けている。2023年3月にグリーンファイナンス戦略を発表し、ネットゼロ目標に向けた施策を示した。TCFD開示は2021年から義務付けており、2025年第1四半期にUK SRSとしてIFRS S1号とS2号を組み込んだサステナビリティ報告基準草案を協議予定としている。

米国の動向

米国はサステナビリティ課題の個別テーマについて開示規制がある。2012年にドッド・フランク法で紛争鉱物の使用についての開示を義務付けた。2020年8月に人的資本、2023年7月にサイバーセキュリティ関連の開示をSECが義務化している。気候変動については、2024年3月に気候関連開示規則が採択された。また2019年に米国の経済団体ビジネス・ラウンドテーブルは株主至上主義を見直し、ステークホルダー資本主義へ移行することを宣言しており、伝統的な資本主義の大きな転換期を迎えた。しかし直近では反ESGの動きも活発化し、政治的な対立が深まっており、気候関連開示規則も2024年4月に執行停止されている。反ESGの影響で、ESG関連の言葉はセンシティブなものとなり、言葉の使用を抑える企業も出てきている。

ダブル・マテリアリティ



出典：EU資料を参考に当社作成

EUタクソノミー

EUのサステナブル・ファイナンスに関する定義付けである経済活動分類。2050年カーボンニュートラル達成のために、投資家の資金をサステナブルな投資案件に適切に誘導することを目的としている。6つの環境目標のうち、気候分野が2021年4月に先行して公表された。気候以外の環境課題についても2023年6月に定義を公表。EU加盟国政府や金融市場参加者のほか、企業に対してもEUタクソノミーに準拠した売上高比率や設備投資・費用比率の開示が求められている。

CSRD

Corporate Sustainability Reporting Directive：コーポレート・サステナビリティ情報開示指令。2023年1月、欧州委員会が上場企業・大企業に対してサステナビリティ情報開示を要求するCSRDが発効した。適用範囲が大幅に拡大されたため、日本企業にも影響がある。EFRAG（欧州財務報告諮問グループ）がGRIと協働して欧州サステナビリティ報告基準（ESRS）第1弾を策定した。

SFDR

Sustainable Finance Disclosure Regulation：サステナブル・ファイナンス開示規則。2021年3月から段階的に適用が開始された、金融サービスセクターにおけるEUの規制。EUの投資運用会社等に対し、商品単位・法人単位で「どの程度サステナブルか」について透明性や比較可能性を高めるため、開示義務を課している。

日本の情報開示規制

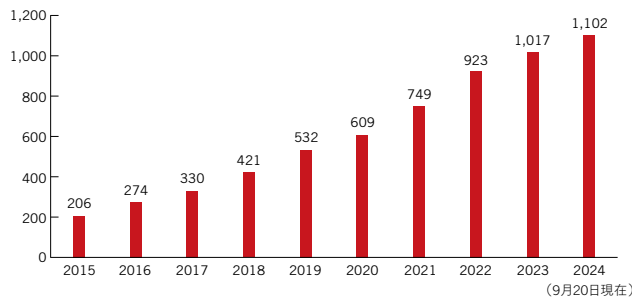
制度開示と任意開示

企業にはアカウンタビリティという義務がある。株主・投資家に対して使われる概念だが、その他のステークホルダーを対象として広義で使われることもある。その主な方法である「情報開示」は、制度開示と任意開示に分かれる。制度開示にはハードローとソフトローがある。日本においては、前者が有価証券報告書や招集通知(参考書類や事業報告書、計算書類を含む)、後者はコーポレートガバナンス報告書が該当する。また制度開示書類の中でも形式的なルールにとどまらない自主的な開示を推奨するため、金融庁は2019年に「記述情報の開示に関する原則」を公表した。任意開示書類の代表的なものとしては、統合報告書やサステナビリティレポートがある。統合報告書を発行する企業等は1,100社を超え、サステナビリティサイトも近年充実化が図られるなど、日本企業は任意開示に積極的に取り組んでいる。経済産業省からも価値協創ガイダンスが公表されるなど、奨励されている環境にある。

サステナビリティ情報開示義務化の動向

日本におけるサステナビリティ情報開示の義務化は欧米と比較して後れをとっていたが、2021年改訂のコーポレートガバナンス・コードで、制度開示書類の中で初めて明示的に要求された。2023年3月期報告からは有価証券報告書において開示義務化が始まり、TCFD提言に沿った気候関連情報、人材育成方針／社会環境整備方針、男女間賃金格差／女性管理職比率／男性育休取得率、取締役会・指名委員会・報酬委員会の活動状況の開示が求められている。ISSB基準の日本への適用についてはSSBJで議論されており、2025年3月末までにSSBJ基準が最終化され、2025年4月から早期適用が可能となり、時価総額に応じて2027年3月期から順次強制適用が開始される見込みである。

国内自己表明型統合報告書発行企業等数の推移
(社)



出典：企業価値レポーティング・ラボ

※ 編集方針等において、統合報告書であることを表明しているレポート、または、財務・非財務情報を包括的に記載しているなど統合報告を意識したと思われる表現があるレポートを、自己表明型統合報告書としてカウントしている。

記述情報の 開示に関する原則

金融庁が2019年3月に公表したガイダンス。2020年3月期の有価証券報告書から適用される、開示ルールへの形式的な対応にとどまらない開示の充実に向けて作成された。同時に公表された「記述情報の開示の好事例集」には統合報告書からも引用されている。好事例集は定期的に拡充・更新されている。

価値協創ガイダンス

経済産業省が2017年5月、企業と投資家の共通言語としてまとめた。「伊藤レポート2.0」の添付文書で、企業の持続的な価値協創を投資家に伝えるための全体像が整理されている。2022年8月に改訂された。

SSBJ

Sustainability Standards Board of Japan: サステナビリティ基準委員会。FASF(公益財団法人財務会計基準機構)の傘下に、国内の会計基準の開発等を行うASBJ(企業会計基準委員会)と並列の位置付けで2022年7月に発足した。設置の目的は、国内のサステナビリティ開示基準の開発と、国際的なサステナビリティ開示基準の開発への貢献とされている。

日本のコーポレートガバナンス改革と 統合報告書

日本のコーポレートガバナンス改革と統合報告書

日本はESG投資やコーポレートガバナンス改革において世界から後れをとっていたが、これに終止符を打ったのが2013年に発表された日本再興戦略である。同戦略は、日本企業の稼ぐ力を取り戻すための改革の本丸としてコーポレートガバナンス改革を位置付けた。また、伊藤レポートにおいて世界的な問題である短期志向に加え、持続的低収益性という日本企業の課題を指摘し、企業と投資家の「対話先進国」を提言した。施策としては、投資家に「日本版スチュワードシップ・コード」、企業に「コーポレートガバナンス・コード」が導入された。2つのコードは「ダブル・コード」と呼ばれる車の両輪であり、企業と投資家の両者が建設的な対話（エンゲージメント）を行うことで、持続的な経済成長を目指している。両コードとも2回の改訂が実施され、要求水準はより高くなっている。2024年6月には改革をさらに推進するためのアクション・プログラムも公表された。

2つのコードをより実質化するためのツールのひとつが、統合報告書である。対話に有用なレポートであるためには、経営層がコミットし、作成プロセスにIR部門だけでなく、サステナビリティ部門、経営企画部門、経理・財務部門などが組織横断的に関わることが不可欠である。統合報告書は社外ステークホルダーとの対話ツールといわれながらも、作成の過程で社内の対話が活性化することや、統合思考醸成による経営改革につながることも期待されている。

伊藤レポートの公表から10年が経ち、経済産業省は「持続的な企業価値向上に関する懇談会」を立ち上げ、2024年6月に「座長としての中間報告」を公表した。同報告書では、進捗状況の検証が行われ、課題の再整理がなされた。また、2024年9月には『「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会』が設置され、さらなる方策や会社法改正の方向性等について検討する予定となっている。

伊藤レポート

経済産業省が「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトとして、一橋大学名誉教授伊藤邦雄座長のもと、日本の資本市場の課題をまとめた報告書で2014年8月に公表された。2017年10月に「伊藤レポート2.0」、2022年8月に「伊藤レポート3.0(SX版伊藤レポート)」も作成された。

日本版

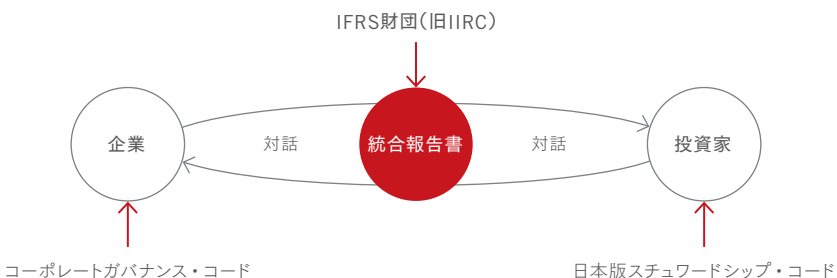
スチュワードシップ・コード

2014年に金融庁が導入した、金融機関向けのコード。2017年に改訂版、2020年に再改訂版が公表された。2024年10月から再び見直しの議論を開始。投資家等が果たすべき8つの原則が示されている。再改訂版では、ESGを含むサステナビリティへの考慮を求めることが明記された。署名数は334機関(2024年6月現在)。

コーポレートガバナンス・コード

2015年に金融庁が策定し、東京証券取引所が上場会社に対して適用した。2018年に改訂、2021年に再改訂版が公表された。全原則の実施または説明(コンプライ・オア・エクスプレイン)を求めている。このうち14原則はコーポレートガバナンス報告書において、情報開示が義務化されている。2021年版からはプライム市場上場企業にのみ適用される原則が設定された。

日本のコーポレートガバナンス改革における統合報告書の位置付け



GPIFのスチュワードシップ活動

GPIFのスチュワードシップ活動

GPIFはユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家であるため、ESG投資を行うことが安定的なリターンにつながるとし、スチュワードシップ活動を推進することで日本におけるESG投資をけん引している。またPRIをはじめとした国際的なイニシアチブへの参画や、世界のアセットオーナーと長期志向とESGに関する共同声明を公表するなど、様々な活動を行っている。

中でもIR実務に影響の大きい活動は統合報告書を活用した企業と投資家の対話の推進施策である。GPIFは委託先国内株式運用機関が選ぶ、優れた統合報告書と改善度の高い統合報告書を公表し、アワードの常連である一部の大企業のみならず、幅広くグッドプラクティスを共有している。2024年5月にはこれまで実施してきたエンゲージメントの効果検証を行い、時価総額の増大等の効果が確認された。

2017年7月から採用を始めたESG指数も注目度が高い。当初採用された3つのESG指数は、「FTSE Blossom Japan Index」「MSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数」「MSCI日本株女性活躍指数(WIN)」で、「ESG情報開示」に対する評価が高い企業が選定される設計となっている。FTSEとMSCIは2020年以降、日本企業カバー数を1,000社以上に拡大し、中小型株も組み入れられるようになった。さらに、2018年9月に「S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数」として国内株式・外国株式の環境テーマ型2指数を採用。2020年12月から外国株を対象にした2指数、2022年3月からFTSEの業種内で相対的に高評価の企業を組み入れたESG総合指数、2023年3月から「Morningstar日本株式ジェンダー・ダイバーシティ・ティルト指数(GenDi J)」を新たに採用した。これら計9本のESG指数運用資産額は、開始当初の約1兆円から約17.8兆円(2024年3月末現在)まで拡大している。

GPIF

年金積立金管理運用独立行政法人。日本の国民年金を預かる世界最大のアセットオーナー。約255兆円(2024年6月末現在)という運用資産残高を持ち、ESG投資は株式だけでなく、債券や不動産などのアセットクラスにも広がっている。自家運用をせず、すべて運用機関に委託している。

ユニバーサル・オーナー

資本市場全体を幅広くカバーする株式所有者を指す。大手機関投資家は、事実上、広く分散されたポートフォリオに長期に投資することになるため、経済外部性を考慮することがリターン向上に資すると考えられている。

GPIFが考えるESG投資の好循環



企業価値の捉え方

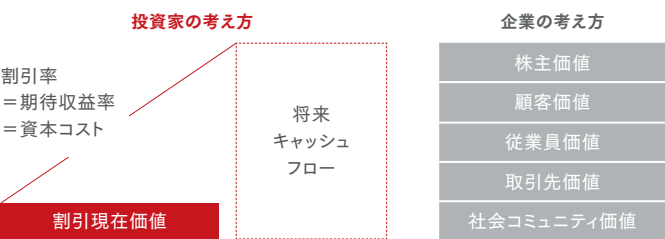
企業価値の捉え方

企業価値についての見解は2つに大別される。多くの投資家が支持するのは、株主価値・経済価値としての株式時価総額や、DCF法等で算出される、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値である。ISSBの最終版では他基準との整合性を保つために削除されたが、公開草案では企業価値を「企業の総価値であり、企業の持分の価値(時価総額)および純債務の価値の合計」と定義し、「短期、中期および長期にわたる将来キャッシュフローの金額、時期および確実性、並びに企業のリスク・プロファイル、ファイナンスへの企業のアクセスおよび資本コストに照らした当該キャッシュフローの価値についての予想を反映する」こととしていた。もうひとつは主に企業側の発想で、株主を含むステークホルダーの価値の総和という考え方である。この見方はさらに2つに分かれ、株主価値の最大化の手段として多様なステークホルダー価値の増大を追求するという考え方と、ステークホルダー価値を高めることが、中長期的な収益力や財務的な競争力を高め、結果的に株主価値を高めるという考え方がある。

企業間、また投資家間でもその見解は一樣ではないが、特に企業と投資家では異なる文脈・時間軸で使用する場合があります。効果的な対話のためにはギャップを埋める必要がある。特に近年、サステナビリティ課題の深刻化や欧米の政策動向によって、持続的な企業価値向上とステークホルダー価値の関係は一層複雑化している。相対的に株主軽視の時代が長く、また反ESGの影響が小さい日本では、収益や企業価値との関連性が見失われ、ステークホルダーに対する利益一辺倒に陥ると、長期的な企業価値向上や経営変革に向けた取り組みが阻害される恐れがあると指摘する声も根強い。日本企業は「稼ぐ力」の確立を前提に、ステークホルダーに価値を提供し、それを持続的な収益の創出と競争優位のさらなる強化へとつなげていくことで、企業価値の向上を達成することが求められる。また、企業価値の表現方法も一樣ではない。企業自身の価値観に基づき、自由に表現することが肝要である。

DCF
Discounted Cash Flowの略。
企業価値算出における一般的な手法であるDCF法は、事業が生み出す将来キャッシュフロー全体を割引率で割り引いて企業価値を算出する方法。この割引率に資本コストが用いられ、これを下げる方法のひとつが情報開示になる。

企業と投資家における企業価値認識のギャップ



出典：伊藤レポートから当社作成

企業価値向上に向けた ESGとインパクト

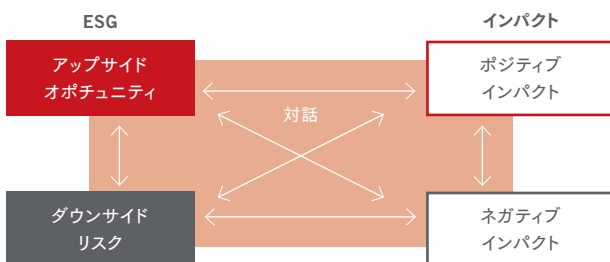
企業価値向上とESG

投資家の視点は、将来の持続的成長性をみるアップサイドオポチュニティと、投資リスクをみるダウンサイドリスクからなり、多くの場合ESG要因は企業のダウンサイドリスクを判断するための材料になる。企業側からみると、経営におけるESG対応とESG情報開示を疎かにすると、株価を低迷させる要因になり得るといえる。しかし統合報告書においては、自社の成長戦略や価値創造ストーリーを描かなければ意味がない。ESG要因はリスクのみならず、企業の競争力や将来の成長力とも密接につながるものである。中長期のESGリスクを想定しつつ、これを事業機会として捉え、事業を通じて社会課題の解決を図っていくための戦略提示が求められている。

インパクト創出と企業価値

SDGsは社会課題の共通言語として定着してきた。GPIFもSDGsを企業にとっての事業機会、投資家にとっては投資機会と捉え、委託運用機関に対してSDGsを考慮するよう求めている。SDGsをはじめとした社会課題解決を目指すインパクト投資はサステナブル投資のひとつの手法だが、世界と比較し、日本の市場規模はまだ小さい。2024年6月に内閣官房が公表した「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」において、公的なアセットオーナーの改革として「投資に当たり、中長期的な投資収益の向上につながる」との観点から、インパクトを含む非財務的要素を考慮することは、ESGの考慮と同様、『他事考慮』に当たらない」と明記されたことは、日本のインパクト投資拡大のきっかけになる可能性がある。しかしインパクトと企業価値の関係整理はまだ議論の途上にある。これらがつながり、相乗効果をもたらすためには中長期的な視座が重要となり、企業と投資家の様々な対話が期待される。アセットオーナー・プリンシプルの策定もこの後押しになると予想される。

ESG／インパクトの2側面と対話による価値創造



出典：当社作成

インパクト投資

投資として一定の「投資収益」確保を図りつつ、「社会・環境的効果」の実現を企図する投資を指す。2024年3月に金融庁が公表した「インパクト投資（インパクトファイナンス）に関する基本指針」の中で4つの基本要素や考え方が示された。

SDGs

Sustainable Development Goals: 持続可能な開発目標。国連で採択された、2016年から2030年までに達成すべき17の目標。政府だけでなく企業をはじめとした民間セクターの参加を強く求めている。

アセットオーナー・プリンシプル

2024年8月に内閣官房が「成長と分配の好循環」の実現のため、「資産運用立国実現プラン」の一環として策定した原則。公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンド等のアセットオーナーが、受益者等の最善の利益を追求するための備えがあることを自ら点検し、それぞれのステークホルダーあるいは対外的に示すことで理解や対話、協働につなげ、運用力の向上を図っていくという形で活用が期待される。受け入れ表明をしたアセットオーナーは2025年1月から公表される予定となっている。

2024年のトピック

東京証券取引所(東証)による市場改革の進展

日本株はここ数年の資本収益性と株価パフォーマンスの改善もあり、注目度が高まっているといわれている。特に大きな契機となったのは2022年4月の東証市場再編である。日本企業はガバナンス改革で改善傾向にあるものの、未だPBR等の企業価値関連指標は欧米企業より劣後している。そこで、2023年1月に今後の東証の対応として、上場維持基準に関する経過措置の終了時期の明確化と、中長期的な企業価値向上に向けた取り組みの動機付けが示された。2023年3月には「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」「株主との対話の推進と開示」「建設的な対話に資する『エクスプレイン』のポイント・事例」の3つが対応のお願いとして公表された。資本コストや株価を意識した経営については、企業の開示状況が一覧化して公表され、それを踏まえた今後の東証の対応が2024年8月に公表された。2026年からはTOPIX等の見直しが予定され、政策保有株式のさらなる縮減に対するプレッシャーやアクティビストの台頭も、これの後押しとなっている。

企業報告体系の見直し

規制強化や開示ニーズ拡大を背景に企業報告は年々肥大化している。日本ではガバナンス改革による情報開示拡充が進められたため、制度／任意開示の両面で情報量が増大してきた。これは成果である一方、質の問題や、企業の開示負担増という課題も指摘されている。経済産業省は「企業情報開示のあり方に関する懇談会」を2024年4月に設立し、検討結果を中間報告として同年6月に公表した。同報告では、「企業価値向上に資する開示情報の内容・質」と「企業情報開示の体系」の観点から提言が示された。前者では、ビジネスモデルや価値創造モデルの充実といった従来の延長線上にある課題が改めて指摘され、後者では、金融商品取引法、会社法、上場規定という複数の開示制度による重複の整理と、制度／任意開示書類の再整理が検討された。また、ブランドデザイン案として、制度開示書類を一体化し、任意開示書類のよさを活かす形と、さらに投資家向け任意開示書類を制度開示書類の中に取り込む形の2つが提示された。この背景には、すべてを一体化させた後者の体系で概ね賛同が得られたものの、近年の情報開示の進化を任意開示である統合報告書が担ってきた点への評価や、主にアクティブ投資家から制度開示と任意開示はうまく使い分けているという声があったことなどが挙げられる。2つの案いずれにも様々な課題があり、今後議論を深めていくことが必要とされており、過渡期においては、企業個々で自社の情報開示戦略を立案することが期待される。

特別対談

コーポレートガバナンス改革の10年を振り返る

企業と投資家との対話はどのように変化したのか、 そして、どのように進化していくべきなのか



りそなアセットマネジメント株式会社
チーフ・サステナビリティ・オフィサー
常務執行役員 責任投資部担当

松原 稔 氏

1991年にりそな銀行に入行し、投資開発室および公的資金運用部、年金信託運用部、信託財産運用部、運用統括部、アセットマネジメント部で運用管理、企画、責任投資を担当。2020年1月にりそなアセットマネジメント責任投資部長に就任し、2023年8月より現職。経済産業省「サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会(SX研究会)」委員、2025年日本国際博覧会協会「持続可能性有識者委員会」委員なども務める。

キャピタル・インターナショナル株式会社
ESGスチュワードシップマネージャー
ESGグローバルスチュワードシップ&エンゲージメント

藤木 彩 氏

2022年に米国キャピタル・グループ(1931年に創業した世界有数の資産運用会社。株式・債券のアクティブ運用に特化した独自の運用プロセスで知られる)の日本人であるキャピタル・インターナショナルに入社し、アジア太平洋地域のスチュワードシップ業務を担当。同社入社以前は、ブラックロック・ジャパンにてインベストメント・スチュワードシップ部ディレクターとして日本企業に対する議決権行使およびエンゲージメント(対話)を中心にスチュワードシップ業務に従事。日本証券アナリスト協会検定会員。東京オフィス在籍。

— 日本でコーポレートガバナンス改革が本格化し、約10年が経過しました。企業のIR活動について、この間のポジティブな変化をどのように捉えていますか？

松原 企業と投資家との対話が両者の働きかけによって大きく進化しました。企業サイドには資本市場を深く理解しようという姿勢、私たち投資家サイドには企業の事業活動を深く理解しようとする姿勢がみられ、両者間の認識のギャップが随分と縮小したと感じています。さらに、2024年8月にアセットオーナー・プリンシプル(アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則)も策定されましたので、インベストメントチェーン*が今後さらに強く太くなっていくことを期待しています。

* 投資家から企業への資金の流れが、長期的な企業価値向上につながり、さらにその利益が最終的に家計まで還元されるという一連の好循環のことを指す。

また、対話のベースとなる企業の情報開示の拡充についても、目を見張るものがあります。いわゆる非財務情報の「可視化」が進みました。統合報告書の発行企業数が1,000社を超える水準にまで飛躍的に増加したことは、その象徴的な例であるといえるでしょう。加えて、多くの企業で取締役会に占める社外取締役の比率が上昇するなど、ガバナンスの機関設計の整備も進み、情報開示にしてもガバナンスにしても形式的な枠組みはかなり揃ってきたと考えています。

藤木 私はここ10年の最大の成果のひとつは、企業が「ESGと事業戦略のつながり」を考えた上で、ESGに関する取り組みを行ったり、情報開示したりできるようになったことであると思っています。以前は、ESGと事業戦略を別個のものとして捉えている傾向がありました。例えば、10年前を振り返ると、組織構造的にもIR部門とサステナビリティ(CSR)部門との間に乖離があり、あまり連携が取れていませんでした。その背景には、「事業戦略はIR部門で」「ESGはサステナビリティ(CSR)部門で」といった考え方があったのではないかと推察しています。

現在では、投資家が企業との対話をする際に、IR部門のみが参加するのではなく、サステナビリティ(CSR)部門や人事部門、あるいは経営企画部門の方たちも参加して、対話に臨んでいただくことが多くなりました。また、先ほど統合報告書の話も出しましたが、統合報告書におけるトップメッセージや社外取締役の対談などのコンテンツを読むと、ESGと事業戦略を同じ文脈で議論できている企業が確実に増えていることが伝わってきます。

今後は、SSBJ*が開発を進めるサステナビリティ開示基準の適用への対応が求められるようになることが予想されます。そのため、組織として、経営として「ESGと事業戦略のつながり」を意識して取り組んでいく、そして、それを深めていくことが、ますます重要になっていくのではないのでしょうか。

松原 藤木さんがおっしゃったように、部門間の連携はかなり進んできた印象です。とりわけ、コーポレートガバナンスや人的資本、知的財産といった、企業の内部性に起因するようなテーマについては、事業戦略とのつながりを深掘りできており、「伝える力」が高まりました。この10年で、企業の対話力は格段に向上したと考えています。

* Sustainability Standards Board of Japan:

サステナビリティ基準委員会。FASF(公益財団法人財務会計基準機構)の傘下に、国内の会計基準の開発等を行うASBJ(企業会計基準委員会)と並列の位置付けで2022年7月に発足した。設置の目的は、国内のサステナビリティ開示基準の開発と、国際的なサステナビリティ開示基準の開発への貢献とされている。


コーポレートガバナンス改革の10年を振り返る

企業と投資家との対話はどのように変化したのか、
そして、どのように進化していくべきなのか

— 一方で、未だ解決できていない課題や新たにみえてきた課題は何
であるとお考えでしょうか？

藤木 私たちキャピタル・グループはアクティブ運用に特化しており、中長期的な視点から企業価値を分析する上で、ファンダメンタルズ調査を重視しています。そのためには、「どのようなESG情報が、自社の企業価値にとってなぜ重要なのか」を客観的かつ定量的なデータに基づき、ストーリーをもって開示していただくことが必要なのですが、この点においては、まだまだ課題があると言わざるを得ません。特にグローバルでの比較可能性という観点で言えば、日本企業と比べ、欧米企業の方がESG情報のデータ化に優れていることが多く、網羅性もあります。例えば、単体ベースだけではなく、連結ベースでのデータを収集する能力は、欧米企業の方がかなり高いと感じています。ただし、ここ数年来で欧米企業のESGデータが着実に入手しやすくなっている面はあるものの、企業規模、業界、その他様々な要因によって、その進展に差はあります。また、各国の規制によって標準化が図りにくいという課題も残っています。

一方で、先ほども申し上げたように、「ESGと事業戦略のつながり」を意識した統合報告的な情報開示については、日本企業も欧米企業に負けず劣らず取り組んでいますので、ESG情報のデータ収集の高度化に注力することによって、ESGの観点からも、グローバルの中から選ばれる日本企業がより増えてくるのではないかと考えています。



自ら考え、自ら問い、自ら答えを出して、
それに基づき情報開示や対話を行っていく。
そのような時代に入っていくことを期待しています。

松原 環境(E)や社会(S)など、外部不経済性に起因するテーマについては、対応が二極化している部分があります。自社の企業価値にながて情報開示や対話を行っている企業もあれば、まだまだ社会貢献的な文脈で捉えている企業もあるのが現状です。この背景には、企業が「自分たちの問題である」と認識しているかどうか、言い換えれば、外部不経済性を内部化しているかどうかの違いがあるとみています。

従来、企業に求められるのは「事業を拡大し、収益を上げていくこと」でした。しかし、近年では、「持続可能な社会の創造に対して事業を通じていかに貢献していくか」が企業の果たすべき役割として捉えられるようになってきました。時価総額の大きさをみても、企業のパワーが社会に与える影響力が格段に高まっていることは明らかであり、それに伴い、社会から求められることも大きくなることは当然の帰結ではあります。ただし、そのすべてに応えることはできないでしょう。あくまで企業の本分は「企業価値を向上すること」のはずです。

では、自社にとっての企業価値とは何か。その問いに応える第一歩が、「目指すべき企業像あるいは価値観」を明確にすることであると考えています。そうすることによって、先ほど申し上げたような外部不経済性に関するテーマについて、何をどこまで内部化すべきかが自ずとみえてきます。一方で、「目指すべき企業像あるいは価値観」をしっかりと捉えきれていなければ、「自分たちの問題である」と認識することができず、社会貢献的な文脈での情報開示や対話にとどまってしまうのではないのでしょうか。

藤木さんも言及されましたが、統合報告書で重要なことは「ストーリー」で伝えることであるといわれます。「目指すべき企業像あるいは価値観」に向かって、過去から現在、未来へとどのように紡いでいくのか、企業自身が「ストーリー」を作り、それがいかに企業価値向上につながっていくのかを表現することが肝要です。自ら考え、自ら問い、自ら答えを出して、それに基づき情報開示や対話を行っていく。形式的な枠組みが整ってきた今、そのような時代に入っていくことを期待しています。

藤木 二極化というのは、私自身も感じているところです。この10年の変化のスピードは想定していた以上に速く、例えば、資本政策という面では、東京証券取引所の要請もあったため、日本の株式市場全体として大きく改善しました。私たちキャピタル・グループでは、議決権行使において、総還元性向をひとつの目安として剰余金処分案に反対を検討することもあり、2年ほど前には、私たちが求める50%の水準を下回る日本企業が大半でした。しかし、現在では日本の上場会社の平均値が、

企業と投資家との対話はどのように変化したのか、そして、どのように進化していくべきなのか


その水準と同程度となっています。ただ、その中身をみていくと、積極的な企業が大きく資本政策を改善させた一方で、全く変化していないような企業もまだまだ多くあります。そのような企業に対し、私たち投資家からもっと踏み込んで、しっかりとした対話を行い、改善を促していくことにより、二極化の解消に少しでも貢献できればと考えています。

— 企業価値の向上という観点において、今後どのような情報開示や対話を企業に期待されていますか？

松原 冒頭において、この10年で非財務情報の「可視化」が進み、情報開示の枠組みが揃ってきたという話をさせていただきました。次のステップとしては、非財務情報の「可視化」から「価値化」へとステージアップするために、形式化から実質化へと情報開示の軸足を移していく必要があると考えています。ひとつの例を挙げれば、企業と投資家との対話について、その件数を統合報告書などで開示する企業が増えました。対話実績を示すという点で、重要な情報であることに違いはありませんが、その対話実績がいかに企業価値向上に結び付こうとしているのか、つまり、対話の中身が今後は問われるようになって考えています。

では、対話の中身を高めるためには何が必要か。そのひとつの柱となるのが、私たち投資家が果たす責務としての企業への質問力であり、良き質問をすることが、実質化に向けた重要なカギとなります。あるサステナビリティに関する取り組みについて、「実施しているかどうか」といった事実関係を確認するような質問ではなく、「なぜ実施しているのか」というWhyを問いかけ、そこから「次はどのような取り組みを実施すべきなのか」といった、議論を深めていくための質問力を磨き上げていかななくてはなりません。また、それに対し、対応力を企業側にも身に付けていただくことによって、「対話を何回実施したのか」という形式に関する情報開示から、「対話によって得られた共通見解は何か」という実質を伴った情報開示へと着実に前進することができると考えています。

藤木 ぜひ、目線を上げていただきたいと思います。日本企業の多くは歴史が長く、パーパスにつながる創業の理念などが明確であり、そこが魅力のひとつとなっています。一方で、「グローバルの視点で、これからどうありたいか」ということについて、アンビシャス(野心的)になりきれないところに物足りなさがあります。日本企業には、グローバル



まずは目線を上げるところから始めて、
情報開示の水準も高めていって
いただきたいと思います。

で戦えるプロダクトや技術があるにもかかわらず、なかなか目線が上がらない企業が多々あり、結果として、情報開示の水準もグローバルレベルでは見劣りするものになりがちです。

最近、ある企業について、3カ年分の統合報告書を読み返しました。2021年度版では、競合他社との比較において、提示されていたのは日本企業のみでしたが、2022年度版、2023年度版には、海外企業を含めたグローバルでの比較が提示され、指標についてもTSR(株主総利回り)やROIC(投下資本利益率)が提示されるようになるなど、目線が年々上がってきているのを感じました。このような企業もありますので、まずは目線を上げるところから始めて、情報開示の水準も高めていっていただきたいと思います。

もちろん、現時点では難しい部分もあるでしょう。しかし、なぜそれが難しいのか、これから何を改善していくのかを説明すればいいだけのことであり、それによって、企業価値向上に向けた企業と投資家との対話がより活性化するものと考えています。

— 統合報告書を、企業価値を「表現する」ツールから「高める」ツールとするために、企業はどのようなことに取り組むべきでしょうか？

松原 大きく3つあります。まず初めにお願いしたいのは、ネガティブな情報であっても、隠さず、統合報告書の中に織り込んでいただきたいということです。私たち投資家は、企業の皆様と「同じ船に乗っている(on the same boat)仲間」でありたいと考えています。そのため、互いに

企業と投資家との対話はどのように変化したのか、そして、どのように進化していくべきなのか

誠実であること、そして、信頼性を高めることが不可欠です。それが不祥事でも、誠実さをもって説明し、投資家をはじめとするステークホルダーの皆様理解を求める姿勢が大事だと思っています。

次に、統合報告書完成がゴールでないということです。説明を尽くしても可視化できない価値があることを、企業の皆様も理解しているのではないのでしょうか。統合報告書を活用しながら、対話や説明会などの様々なコミュニケーションを通じて、その価値を投資家やステークホルダーに伝え続けることでフェアバリュー（真の企業価値）に近づけると考えています。

最後に、「読み手」を意識することです。この10年で日本企業の「伝える力」は格段に向上しましたが、「伝わる力」はまだこれからではないのでしょうか。例えば統合報告書でも「想定読者」を明確に特定できていない企業が存在しているからです。全方位的に伝えようすると、本当に届けたい相手には伝わりづらくなります。誰に向けた報告書なのか、有価証券報告書やサステナビリティレポートと比較したときの統合報告書の役割、立ち位置を踏まえ、投資家であれば、どのような投資家に情報を届けたいのかをより明確に特定することで、読者により「伝わる」統合報告書を制作できると考えています。

藤木 冒頭で申し上げたような、部門間の連携が強化された背景には、統合報告書の制作過程で、様々な部門が深く関与するようになったことがあると思っています。つまり、統合報告書の制作が、組織力を高める契機になったということもできるでしょう。これは、企業価値を継続的に高めていく上で、極めて重要な統合報告書の役割のひとつであると言えます。例えば、統合報告書に掲載されている人的資本関連のデータをもとに、人事部門と対話する機会があるのですが、その中で、国内のデータしかなく、グローバルでのデータが不足していることによって、企業の成長性ポテンシャルを表現することができていないという課題が浮き彫りになることがあります。そのような課題を持ち帰り、企業の取り組みに落とし込んでいくような流れができてくれば、統合報告書が企業価値を「高める」ツールとして機能するのではないのでしょうか。

— 最後に企業の皆様に向けたメッセージをお願いします。

松原 この10年で企業の情報開示や対話が大きく進化し、統合報告書を発行する企業が飛躍的に増加したことに対して、改めて感謝の

気持ちを伝えたいと思います。企業のコーポレートレポーティングが企業価値を表す鏡となっていくことを大変期待していますし、企業の皆様の努力に応えるためにも、読み手である私たち投資家としては、その鏡をしっかりと評価できる仕組みを構築していくために力を注いでいく所存です。

企業が考える企業価値と、投資家が考える企業価値とのギャップを埋めていくこと。そのために、対話があります。社会構造が大きく変化し、将来を予測することがより一層困難になる中で、企業と投資家との対話が果たす役割がますます大きくなってくると考えています。引き続きよろしくお願いいたします。

藤木 私は、アジア太平洋地域全体の議決権行使とエンゲージメント活動に関与していますが、企業の情報開示の拡充やコーポレートガバナンスの整備が株価の向上につながってきているマーケットは、日本以外にはなかなかないと感じています。日本企業には引き続き頑張りたいというのが私の切なる思いであり、近い将来において、私たちがグローバルで投資先企業の選定を行う際に、日本企業の名前が多く挙がるような状態になることを願っていますし、そのポテンシャルは十分にあります。これだけ海外からも注目されている現状ですので、繰り返しとなりますが、ぜひ目線を上げていただき、さらなる情報開示の高度化に取り組んでください。応援しています。



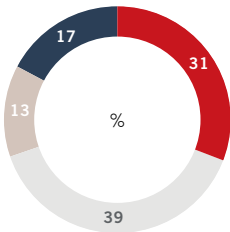
2024年9月9日実施

日本の2024年統合報告書のトレンド

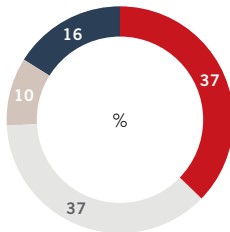
統合報告書を発行する日本企業のプロフィール

2024年の日本における統合報告書を発行する企業等は1,102社（2024年9月20日現在、当社調べ）で、2023年からさらに1.1倍に増加した。

売上高別の割合（2023年度通期）



時価総額別の割合（2023年度末時点）



売上高別の割合
● 1,000億円未満
● 1,000億円以上5,000億円未満
● 5,000億円以上1兆円未満
● 1兆円以上

時価総額別の割合
● 1,000億円未満
● 1,000億円以上5,000億円未満
● 5,000億円以上1兆円未満
● 1兆円以上

※ 1,102社のうち、上場している1,015社

2024年のトレンド

統合報告書を発行する企業等の数は未だ増加傾向が続いており、2024年は1,100社を既に超えている。以前は、IRや情報開示に積極的な大企業による発行が主であったが、その裾野は年々広がっている。これは売上高や時価総額といった会社規模を示す指標で分布をみても確認できる。

また近年の傾向として、多くの日本企業に情報開示への積極性という素地ができたことを背景として、新たに開示要請の発生したテーマについてもごく少数の企業だけでなく一定数での開示がみられる等、対応の早さも確認できるようになった。2024年に開示ニーズが急速に高まった項目としては、東証の要請である「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を踏まえた内容や、TNFD開示等がある。これらはいずれも日経225を対象とした当社調査で既に半数以上の企業で開示がみられた。一方、導入的な開示は多くの会社でみられるものの、具体的な記述や実効性を訴求するような開示ができている事例は限られているという課題は、まだ大きな改善がみられない。例えば、市場評価・資本収益性に関する改善施策の開示を行っている企業は半数を超えていたが、市場評価・資本収益性に対する現状分析の開示は、半数を大きく下回っていたことなどが挙げられる。

全体としてはまだ課題はあるものの、掲載情報の拡充は当社調査において、財務情報、非財務情報の両側面から確認されている。今後は開示要請に対応することにとどまらず、なぜその情報を投資家が求めているのか、自社にとっての重要性は何かを自ら考え抜くことで、開示と対話の充実、さらには企業価値向上という循環が期待される。

データ分析からみる日本の統合報告書

調査対象

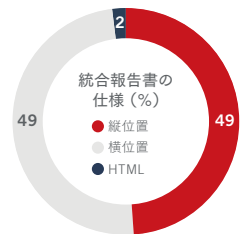
統合報告書を発行する1,102社のうち、以下の条件を満たした112社。

- 日経225構成銘柄(2024年8月時点)
- 2024年レポートを公表済(2024年9月20日現在)

WEBサイト掲載の、「統合報告書」と特定された日本語版PDFまたはHTML版の統合報告書を対象としている。

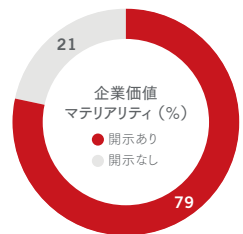
統合報告書の仕様

近年、紙ではなくWEBでの閲覧が増えていることから、統合報告書の縦横比の変更が進んでいる。統合報告書を縦位置で制作している事例は49%で、横位置も同割合であった。またHTMLのみでの制作は2%であった。また、PDFのインタラクティブ機能が全ページにある事例は54%、目次のみの事例は13%であった。さらに、統合報告書を含めた各開示物の位置付けを一覧表などで示している事例は63%であった。



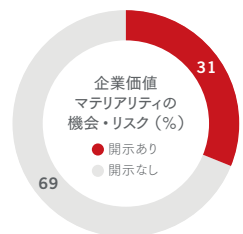
マテリアリティ(重要課題)の特定

マテリアリティを記載している事例は96%と大半を占めた。企業の価値創造能力に影響を及ぼす事象(企業価値マテリアリティ)として開示する事例は79%、事業を通じて解決に貢献できる社会課題の優先順位付け(インパクトマテリアリティ)を開示する事例は94%であった。また、両方の側面から特定したマテリアリティを開示する事例も76%と大部分を占めた。



マテリアリティの関連要素

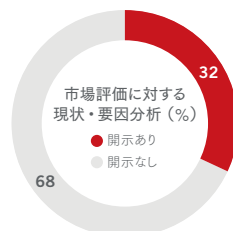
企業価値マテリアリティについて、その機会とリスクを説明する事例は31%にとどまった。また、インパクトマテリアリティについて、環境・社会に対して与えるネガティブ／ポジティブのインパクトを具体的に説明している事例はみられなかった。



データ分析からみる日本の統合報告書

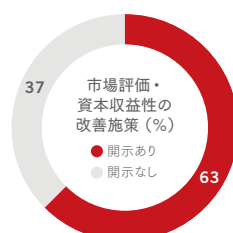
市場評価・資本収益性の現状・要因分析

自社の市場評価(株価、時価総額、PBR、PER等)に対する現状・要因分析を、指標や数字を用いて具体的に記載している事例は32%で、指標は主にPBRやPERが使用されていた。また、自社の資本収益性(ROE、ROIC等)に対する現状・要因分析について、指標や数字を用いて具体的に記載している事例は41%であった。



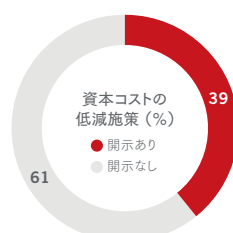
市場評価・資本収益性の改善施策

自社の市場評価・資本収益性に対して、具体的な改善施策を開示している事例は63%であり、前述の市場評価・資本収益性それぞれの現状・要因分析の開示率よりも高かった。また、改善施策について、ロジックツリー等を用いて要素分解をしながら説明している事例は41%であった。



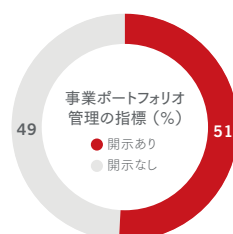
資本コスト

資本コストを把握している旨を記載した事例は60%であり、資本コストを具体的に数値で示した事例は44%であった。また、ROEやROICなどの資本効率性指標を用いてモニタリングし、資本コストを上回るリターンを創出することを経営判断において意識しているとする事例は63%、資本コストの低減とその施策について開示している事例は39%であった。



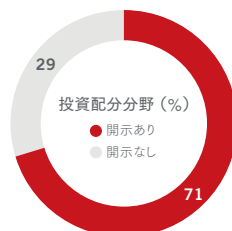
事業ポートフォリオ

現状の事業ポートフォリオに対する認識や、将来的にどのようなポートフォリオを目指すのかという説明がなされている事例は55%であった。また、事業ポートフォリオ管理の指標が明記されている事例は51%であった。指標が示されている事例のうち、ROIC、ROE等の資本収益率が用いられている事例は65%であった。その他の指標としては、営業利益率、CAGR等がみられた。



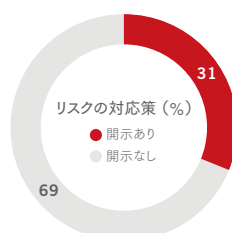
投資配分

フリーキャッシュフローについて、その金額が記載されている事例は73%であった。また、キャッシュ創出施策を具体的に示している事例は47%、キャッシュの投資配分分野について開示している企業は71%、事業戦略や成長戦略として重点的に投資を行う内容を具体的に説明していた事例は79%であった。



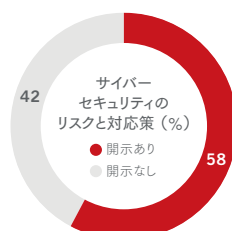
リスクと対応策

統合的なリスクを開示している事例は65%であった。このうち、選定されたリスク項目に対し、優先順位付けや大中小などの定性評価等のリスクの影響度評価も開示している事例は36%と少数にとどまった。また、それぞれのリスク項目に対して対応策の開示があった事例は全体の31%であった。



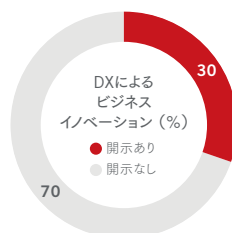
サイバーセキュリティ

サイバーセキュリティについて、リスク認識と対応策を記載している事例は58%であり、リスク管理に取締役会が関与していることを示している事例は15%にとどまった。また、サイバーセキュリティ体制の全体像を開示している事例は20%、サイバーセキュリティに関する責任者が明記されている事例は14%であった。



DX

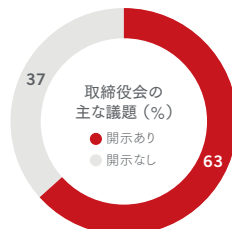
DX(デジタル・トランスフォーメーション)に関して、独立したセクション、もしくは見出しを設けて説明をしている事例は70%であった。DX人材の育成・採用の取り組みについて記載している事例が多くみられた。また業務効率改善にとどまらず、DXを活用したビジネスイノベーションについての説明があった事例は30%にとどまった。



データ分析からみる日本の統合報告書

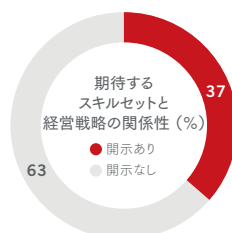
取締役会の活動状況

取締役会の活動状況として、年間の活動実績を具体的に開示している事例は65%であった。また、対象年度における取締役会の主な議題を開示している事例は63%であった。一方、審議事項や決議事項の件数や各事項にかけた時間といった定量情報を開示している事例は20%にとどまった。



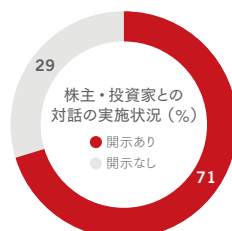
役員のスキルセット

役員のスキルセットをマトリックス等で開示している事例は91%と大部分を占めた。役員に期待するスキルセットと経営戦略の関連性を説明している事例は37%であった。役員のスキルセットをマトリックス等で開示している事例のうち、それぞれのスキルの定義を説明している事例は46%であった。



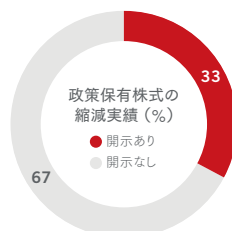
株主・投資家との対話

株主・投資家との対話の実施状況について開示している事例は71%であった。このうち、対話テーマを開示している事例は52%、対話において把握された株主の意見・懸念のフィードバックの実施状況について開示している事例は63%であったのに対し、社外役員の対話への関与について開示している事例は28%にとどまった。



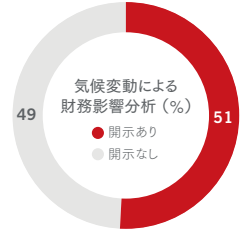
政策保有株式

政策保有株式について開示している事例は71%であった。また、グラフ等を用いて縮減実績を3カ年分以上の経年変化で掲載している事例は33%であった。近年の株高により保有額が増加している場合でも、その旨を理由として明示した上で、経年の保有実績を開示している事例もみられた。



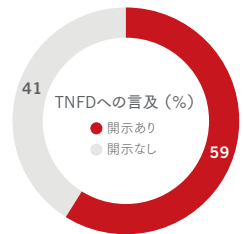
TCFD

TCFDの4つのピラーに沿った開示を行っている事例は90%であり、気候変動による財務影響分析について開示している事例は51%であった。TCFDの4つのピラーに沿った開示を行っている事例のうち、他の媒体への誘導を行っている事例は51%、シナリオ分析を開示している事例は70%、ネットゼロに向けたロードマップ(移行計画)について開示している事例は28%であった。



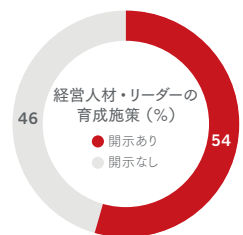
TNFD

TNFDに言及している事例は59%、LEAPアプローチを用いた分析を実施した事例は13%、TNFDとTCFDを統合して開示する事例も10%あった。TNFDに言及している事例のうち、詳細な開示のある別媒体に誘導している事例は36%、TNFDの開示提言の要素である「ガバナンス」、「戦略」について開示がある事例はいずれも33%、「リスクとインパクトの管理」は35%、「指標と目標」は33%であった。またTNFDに言及している事例のうち、自然資本のリスク・機会・影響について開示している事例は45%であった。



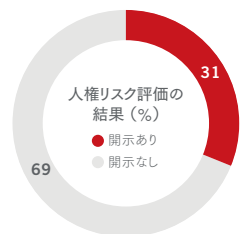
人的資本

人的資本に関するKPIを開示している事例は68%であった。そのうち、人的資本投資額に対する付加価値増加額等の財務指標に紐付けたKPIを設定している事例は9%と少数派であった。また、従業員エンゲージメントについて開示していた事例は全体の95%と大半を占め、経営人材・リーダーの育成施策を開示している事例は54%であった。



人権

人権デューディリジェンスについて記載している事例は83%であった。また、バリューチェーン上において人権リスクがどこにあるか等の人権リスク評価の結果を示している事例は31%であり、確認された人権問題への是正措置等を開示している事例もみられた。人権デューディリジェンスについて記載していた企業のうち、詳細をWEBサイトや人権レポート等、別媒体に誘導している事例は33%であった。



株式会社エッジ・インターナショナルは、
統合報告書やアニュアルレポートなど企業価値向上に資する
コミュニケーションツールの企画・制作を中核事業とする
企業価値デザインカンパニー®です。

- 商号** 株式会社エッジ・インターナショナル
EDGE INTERNATIONAL, INC.
- 設立** 1990年12月
- 株主資本** 13億2千9百万円（2024年3月末）
- 事業内容**
- ・制作支援事業：
統合報告書などの各種コーポレートコミュニケーションツールの企画・制作支援
 - ・CVCC(Corporate Value Co-Creation)事業：
理念・ビジョンの策定や経営ストーリーの構築など、企業価値向上に向けた
あらゆる取り組みに対して、クライアントに伴走し、支援するコンサルティング
 - ・ESGアドバイザー事業：
長期投資家との対話促進に向けたESG情報開示に関するアドバイザー
- 従業員数** 119名（2024年4月1日現在）
- 加盟団体** 日本IR協議会(JIRA)、米国IR協会(NIRI)、国連グローバル・コンパクト(UNGC)、
一般社団法人ダブリュー・アイ・シー・アイ・ジャパン(WICIジャパン)、
日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)、気候変動イニシアティブ(JCI)、
気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)、TCFDコンソーシアム、
IFRSサステナビリティ・コンサルタント・コンテンツ・プログラム、
地方創生SDGs官民連携プラットフォーム、
一般社団法人ESG情報開示研究会、東京商工会議所
- グループ** 博報堂グループ
株式会社コンサイス・レポーティング

www.edge-intl.co.jp

03-3403-7750 edge@edge-intl.co.jp

発行月 2024年11月

ESGアドバイザー部10周年ロゴ

発足10周年を迎えるにあたり、周年ロゴを制作しました。
過去、そして未来も歩んでいく「道のり・軌跡」をコンセプト
とし、ESGへの挑戦というロングジャーニーと、ESGの3本
柱をデザインで表現しました。

